

361度 (01361.HK)

第一季度线下增长双位数，线上增长超 35%

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

| | | | | |
|--------|-----|---------------|--------------------------|----------------------|
| 证券分析师: | 丁诗洁 | 0755-81981391 | dingshijie@guosen.com.cn | 执证编码: S0980520040004 |
| 证券分析师: | 刘佳琪 | 010-88005446 | liujiaqi@guosen.com.cn | 执证编码: S0980523070003 |

事项:

公司公告: 4月14日, 公司公告2025年第一季度零售表现, 361度主品牌线下零售额录得10-15%正增长, 童装品牌线下零售额录得10-15%正增长, 电子商务平台录得35-40%正增长。

国信纺服观点:

- 2025第一季度成人装线下流水增长10-15%, 童装线下流水增长10-15%, 电商增长35-40%, 环比提速; 核心专业品类月月推新; 渠道建设方面, 超品店拓展至10家; 库存与折扣稳定。
- 风险提示: 消费需求复苏不及预期; 渠道拓展不及预期; 品牌形象受损; 市场的系统性风险。
- 投资建议: 一季度流水增长较快, 库销比与折扣稳定, 新品与新店态表现出色, 看好品牌势能向上。第一季度行业消费环境仍充满挑战, 公司流水仍保持较快增长, 持续推出具有市场竞争力的跑鞋、篮球鞋新品, 库销比与折扣率保持稳定, 超品店快速扩张且运营指标表现较好。公司启动品牌重塑计划以来, 产品和渠道调整初见起色、品牌产品势能向上, 财务经营状况改善, 中长期看, 公司专业产品IP矩阵丰富将带动量价齐升, 品牌成长空间较大。我们维持盈利预测, 预计公司2025-2027年归母净利润13.0/14.6/16.3亿元, 同比增长13.1%/12.2%/11.8%; 维持4.7-5.4港元目标价, 对应2025年7-8x PE, 维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 2025第一季度成人装线下流水增长10-15%, 童装线下流水增长10-15%, 电商增长35-40%, 环比提速

1、流水增速拆分:

- 1) 线下: 361度大货增长10-15%, 童装增长10-15%;
- 2) 线上: 361度线上增长35-40%;
- 3) 月度: 1月增长强劲, 2月因销量前置略有波动, 3月受淡季及天气影响增速放缓。

2、产品: 核心专业品类月月推新。1) 跑步领域: 飞燃4、飏速4Pro迭代升级, 月销数万双; 专业竞速跑鞋渗透率提升, 大众品下沉市场表现强劲; 体测跑鞋疾风ET受学生欢迎。2) 篮球领域: 丁威迪第三代签名鞋(DVD3)、约基奇系列(JOKER1GT)及BIG3 6.0受市场关注。3) 运动生活领域: 发布“Ultra系列”春季服饰及“新肌5.0”、“新动5.0”系列, 提升用户运动体验。

3、渠道: 超品店拓展至10家。361持续加速市场拓展步伐及零售业态创新。自2024年末首家超品店成功开业后, 分销商迅速在惠州、成都、石家庄、南宁、济南、临沂、扬州、安阳等多地增设超品店, 目前已开设10家, 单店面积超800平米, 单店SKU达700个(服装400+、鞋类250+), 覆盖全年龄段及季节产品。此外, 361度成功于马来西亚吉隆坡开设了海外首家直营店, 进一步深化了国际化布局。

4、库销比和零售折扣: 库销比稳定在4.5-5.0; 第一季度零售折扣7折左右, 同比持平、环比小幅下降。

表1: 361度分季度流水增速

| | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 361度大货 | 低双 | 中双 | 持平 | 低双 | 低双 | 中双 | 超过20% | 高双 | 10% | 10% | 10% | 10%-15% |
| 361度童装 | 20-25% | 20-25% | 低单 | 20-25% | 20-25% | 约30% | 超过40% | 20-25% | 中双 | 10% | 10-15% | 10%-15% |
| 电商 | | 45% | 25% | 35% | 30% | 30% | 超过30% | 20-25% | 30-35% | 20% | 30-35% | 35%-40% |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 备注: 2023Q2 开始, 361度大货及361度童装流水增速仅统计线下渠道

◆ 投资建议: 一季度流水增长较快, 库销比与折扣稳定, 新品与新店态表现出色, 看好品牌势能向上

第一季度行业消费环境仍充满挑战, 公司流水仍保持较快增长, 持续推出具有市场竞争力的跑鞋、篮球鞋新品, 库销比与折扣率保持稳定, 超品店快速扩张且运营指标表现较好。公司启动品牌重塑计划以来, 产品和渠道调整初见起色、品牌产品势能向上, 财务经营状况改善, 中长期看, 公司专业产品 IP 矩阵丰富将带动量价齐升, 品牌成长空间较大。我们维持盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 13.0/14.6/16.3 亿元, 同比增长 13.1%/12.2%/11.8%; 维持 4.7-5.4 港元目标价, 对应 2025 年 7-8x PE, 维持“优于大市”评级。

表2: 盈利预测及市场重要数据

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,423 | 10,074 | 11,342 | 12,614 | 13,872 |
| (+/-%) | 21.0% | 19.6% | 12.6% | 11.2% | 10.0% |
| 净利润(百万元) | 961 | 1149 | 1300 | 1458 | 1630 |
| (+/-%) | 28.7% | 19.5% | 13.1% | 12.2% | 11.8% |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.56 | 0.63 | 0.71 | 0.79 |
| EBITMargin | 11.5% | 12.6% | 12.6% | 12.7% | 12.9% |
| 净资产收益率(ROE) | 10.6% | 12.3% | 12.6% | 12.9% | 13.3% |
| 市盈率(PE) | 8.6 | 7.2 | 6.4 | 5.7 | 5.1 |
| EV/EBITDA | 11.7 | 9.8 | 8.4 | 7.6 | 6.8 |
| 市净率(PB) | 0.92 | 0.89 | 0.80 | 0.74 | 0.68 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 可比公司估值表

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价人民币 | 2024A | EPS | 2025E | 2026E | 2024A | PE | 2025E | 2026E | g | PEG |
|-------------|------|------|--------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|---|-----|
| 1361.HK | 361度 | 优于大市 | 4.02 | 0.56 | 0.63 | 0.71 | 7.2 | 6.4 | 5.7 | 15.6% | 0.41 | | |
| 可比公司 | | | | | | | | | | | | | |
| 2020.HK | 安踏体育 | 优于大市 | 80.58 | 5.56 | 4.80 | 5.51 | 14.5 | 16.8 | 14.6 | 14.7% | 1.14 | | |
| 2331.HK | 李宁 | 优于大市 | 14.57 | 1.18 | 1.18 | 1.32 | 12.3 | 12.3 | 11.0 | 2.4% | 5.18 | | |
| 1368.HK | 特步国际 | 优于大市 | 4.58 | 0.45 | 0.51 | 0.54 | 10.2 | 9.0 | 8.5 | 13.4% | 0.67 | | |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

消费需求复苏不及预期; 渠道拓展不及预期; 品牌形象受损; 市场的系统性风险。

相关研究报告：

- 《361度（01361.HK）-2024年业绩增长20%，高毛利产品驱动增长》——2025-03-17
- 《361度（01361.HK）-第四季度流水增长稳健，童装与电商增长环比提速》——2025-01-17
- 《361度（01361.HK）-第三季度流水增长稳健，库销比与折扣率保持稳定》——2024-10-15
- 《361度（01361.HK）-上半年收入增长19%，儿童业务引领增长》——2024-08-13
- 《361度（01361.HK）-第二季度流水增长稳健，电商渠道增长提速》——2024-07-15

财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 3596 | 4254 | 4914 | 5212 | 5531 | 营业收入 | 8423 | 10074 | 11342 | 12614 | 13872 |
| 应收款项 | 5058 | 5686 | 6309 | 6913 | 7488 | 营业成本 | 4961 | 5890 | 6687 | 7438 | 8179 |
| 存货净额 | 1350 | 2109 | 2305 | 2505 | 2690 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 12 | 9 | 22 | 24 | 27 | 销售费用 | 1863 | 2211 | 2427 | 2687 | 2941 |
| 流动资产合计 | 11617 | 12058 | 13550 | 14654 | 15735 | 管理费用 | 630 | 699 | 795 | 884 | 958 |
| 固定资产 | 795 | 991 | 992 | 986 | 974 | 财务费用 | 20 | 13 | 7 | 4 | (3) |
| 无形资产及其他 | 3 | 3 | 2 | 2 | 1 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 630 | 361 | 361 | 361 | 361 | 资产减值及公允价值变动 | 45 | (42) | (48) | (53) | (58) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | 369 | 346 | 390 | 434 | 477 |
| 资产总计 | 13065 | 13414 | 14905 | 16003 | 17071 | 营业利润 | 1363 | 1563 | 1768 | 1982 | 2215 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 48 | 47 | 500 | 500 | 500 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1961 | 1942 | 1811 | 1754 | 1643 | 利润总额 | 1363 | 1563 | 1768 | 1982 | 2215 |
| 其他流动负债 | 1079 | 1374 | 1532 | 1702 | 1868 | 所得税费用 | 323 | 370 | 419 | 470 | 525 |
| 流动负债合计 | 3088 | 3363 | 3843 | 3957 | 4011 | 少数股东损益 | 79 | 44 | 50 | 55 | 61 |
| 长期借款及应付债券 | 244 | 214 | 214 | 214 | 214 | 归属于母公司净利润 | 961 | 1149 | 1300 | 1458 | 1630 |
| 其他长期负债 | 10 | 7 | 7 | 7 | 7 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 254 | 222 | 222 | 222 | 222 | 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 负债合计 | 3342 | 3584 | 4064 | 4178 | 4233 | 净利润 | 961 | 1149 | 1300 | 1458 | 1630 |
| 少数股东权益 | 641 | 454 | 491 | 527 | 563 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 9082 | 9375 | 10350 | 11298 | 12275 | 折旧摊销 | 75 | 0 | 100 | 106 | 113 |
| 负债和股东权益总计 | 13065 | 13414 | 14905 | 16003 | 17071 | 公允价值变动损失 | (45) | 42 | 48 | 53 | 58 |
| | | | | | | 财务费用 | 20 | 13 | 7 | 4 | (3) |
| 关键财务与估值指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 营运资本变动 | (671) | (1107) | (805) | (692) | (708) |
| 每股收益 | 0.46 | 0.56 | 0.63 | 0.71 | 0.79 | 其它 | 124 | 2 | (11) | (17) | (22) |
| 每股红利 | 0.30 | 0.10 | 0.16 | 0.25 | 0.32 | 经营活动现金流 | 445 | 86 | 632 | 908 | 1071 |
| 每股净资产 | 4.39 | 4.53 | 5.01 | 5.46 | 5.94 | 资本开支 | (68) | (196) | (100) | (100) | (100) |
| ROIC | 8% | 10% | 10% | 11% | 11% | 其它投资现金流 | 83 | 1866 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 11% | 12% | 13% | 13% | 13% | 投资活动现金流 | 15 | 1670 | (100) | (100) | (100) |
| 毛利率 | 41% | 42% | 41% | 41% | 41% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 12% | 13% | 13% | 13% | 13% | 负债净变化 | 144 | (30) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 12% | 13% | 14% | 14% | 14% | 支付股利、利息 | (422) | (548) | (325) | (510) | (652) |
| 收入增长 | 21% | 20% | 13% | 11% | 10% | 其它融资现金流 | (170) | 58 | 453 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 29% | 19% | 13% | 12% | 12% | 融资活动现金流 | (724) | (1098) | 128 | (510) | (652) |
| 资产负债率 | 30% | 30% | 31% | 29% | 28% | 现金净变动 | (264) | 658 | 660 | 297 | 319 |
| 息率 | 4.3% | 5.6% | 3.3% | 5.2% | 6.7% | 货币资金的期初余额 | 3860 | 3596 | 4254 | 4914 | 5212 |
| P/E | 9.5 | 7.9 | 7.0 | 6.2 | 5.6 | 货币资金的期末余额 | 3596 | 4254 | 4914 | 5212 | 5531 |
| P/B | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 企业自由现金流 | 76 | (331) | 289 | 540 | 675 |
| EV/EBITDA | 12.5 | 10.5 | 9.0 | 8.1 | 7.3 | 权益自由现金流 | 36 | (314) | 737 | 537 | 677 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032